

# 富安娜(002327. SZ) 上半年收入增长 3%, 盈利保持稳定

优于大市

# 核心观点

上半年收入增长 3%。利润率基本维持稳定。2024 上半年在消费环境整体 疲软情况下,公司收入增长与盈利能力保持稳定,收入同比增长 2.8%至 13.1 亿元,归母净利润同比-0.6%至2.2亿元。在高基数基础上毛利率持续提升, 毛利率同比+0.8百分点至55.0%;除销售费用率外,其他费用率基本保持稳 定,销售费用率同比+1.8百分点至28.8%,主要系广告费、新增门店装修费、 宝应工厂租赁费增加所致;此外,受益于政府补助、现金制造业进项税加计 抵减增加,其他收益占收入百分比提升0.7百分点,对净利率形成正向贡献; 归母净利率同比-0.6百分点至16.7%。营运效率稳定,存货/应收账款/应付 账款周转天数分别同比+1/+13/-5天,均维持在健康水平。经营活动现金流 净额同比-67.2%至0.9亿元,主要受购买商品、接受劳务支付现金增加影响。 **第二季度收入小幅增长,利润率有所承压**。第二季度公司收入同比增长 0.5%至 6.6 亿元,归母净利润同比增长-11.7%至 1.0 亿元,净利润下滑主要 受销售费用率上涨以及非经常性损益影响。毛利率仍持续提升,单二季度毛 利率同比+1.8 百分点至 55.8%;销售费用率同比+2.6 百分点至 30.8%,此外 营业外收入占比同比下滑1.8百分点,主要受政府补助较去年同期下滑影响, 进而归母净利率同比-2.0百分点至14.6%。

加盟渠道与被芯品类收入表现较好,除直营外各渠道和核心品类毛利率均有提升。1)分渠道看:上半年加盟渠道表现亮眼,收入与毛利率均有提升。直营/加盟/电商渠道收入分别同比-0.9%/+1.9%/-0.6%,毛利率分别同比-0.5%/+2.0%/+2.0%,预计毛利率提升主要受益于批发折扣的控制以及电商产品终端零售价及退货率的管控。线下渠道门店净增长,直营、经销门店相较 2023 年末分别净开 14/23 家。2)分品类看:上半年套件、被芯、枕芯收入分别同比 1.3%/3.8%/0.9%,均获得正增长,被芯品类仍延续 2023 年趋势,引领增长。从毛利率来看,核心品类套件和被芯毛利率分别提升 1.4 和 1.2 百分点,预计主要受益于高端品类占比提升。

风险提示: 市场竞争加剧; 存货大幅减值; 渠道拓展不及预期。

投资建议:看好公司经营物性及出色盈利能力。在过去公司持续验证了无论市场环境好坏,公司基于谨慎踏实的经营管理风格,持续保持较高的盈利水平和较长周期内稳定的复合增速,我们看好市场环境较差环境下公司的经营韧性和抗周期性,同时公司保持较高分红水平,拥有确定性较强的股息收益率。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱,我们小幅下调盈利预测,预计2024~2026 年净利润分别为 5.7/6.1/6.6亿元(前值为 6.3/6.9/7.5亿元)。下调合理估值区间至 8.9~9.6元(前值为 10.6~11.3元),合理估值对应 2024年 13~14x PE,维持"优于大市"评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一 营业收入(百万元)	3, 080	3, 030	3, 087	3, 255	3, 423
(+/-%)	-3. 1%	-1.6%	1.9%	5. 4%	5. 2%
净利润(百万元)	534	572	572	613	655
(+/-%)	-2. 2%	7. 2%	0.0%	7. 1%	6. 9%
每股收益(元)	0. 65	0. 68	0. 68	0. 73	0. 78
EBIT Margin	18. 9%	21.0%	20. 0%	21.0%	21.3%
净资产收益率(ROE)	14. 2%	14. 8%	14. 6%	15. 4%	16. 2%
市盈率(PE)	11. 7	11.1	11. 1	10. 3	9. 7
EV/EBITDA	11.0	10.5	10. 2	9. 4	8. 9
市净率(PB)	1. 66	1. 64	1. 62	1. 59	1. 56

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

# 公司研究·财报点评 纺织服饰·服装家纺

证券分析师: 丁诗洁 证券分析师: 刘佳琪

0755-81981391 010-88005446 dingshijie@guosen.com.cnliujiaqi@guosen.com.cn \$0980520040004 \$0980523070003

#### 基础数据

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《富安娜(002327. SZ)-2023 年利润率稳步提升, 分红率达 95%》 -----2024-04-27

《富安娜 (002327. SZ) -第三季度净利润增长 9%, 利润率持续提升》——2023-10-28

イン (富安娜 (002327. SZ) -上半年利润率稳定提升, 二季度收入降幅环比收窄》 ——2023-08-25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



#### 图1: 公司营业收入及增速(亿元,%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图3: 公司利润率(%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图5: 公司经营活动现金流净额及增速(亿元,%)



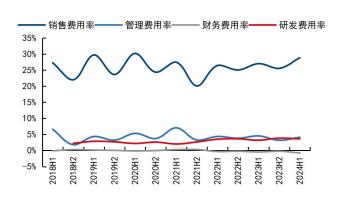
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

#### 图2: 公司归母净利润和增长(亿元,%)



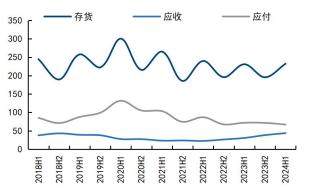
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图4: 公司费用率变动(%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图6: 公司主要流动资产周转情况



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

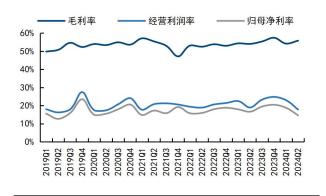


#### 图7: 公司季度营业收入及增速(亿元,%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图9: 公司季度利润率



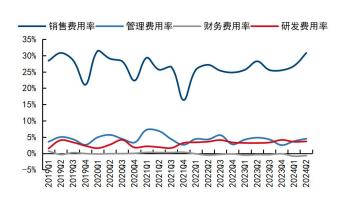
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图8: 公司季度归母净利润和增长(亿元,%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 图10: 公司季度费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



图11: 富安娜业绩拆分一图概览

	FY2021	FY2022	FY2023	2023 H1	2023 H2	2024 H1
收入 (百万元)	3179	3080	3030	1272	1757	1308
直营	767.09	731.21	722.89	312.38	410.51	309.48
店数	470	470	484	473	484	498
单店收入	169.15	155.58	151.55	66.25	85.79	63.03
加盟	814.33	827.73	824.19	322.61	501.58	328.90
店数	1,055	999	1,010	991	1,010	1,033
单店收入	78.15	80.60	82.05	32.55	49.66	31.84
电商	1,323.41	1,280.49	1,210.19	530.88	679.31	527.60
天猫	440.08	384.00	296.97			
京东	453.50	444.65	474.68			
唯品会	191.61	175.97	173.83			
团购	176.36	137.32	164.07			
其他	98.08	102.84	108.22			
收入YOY	10.6%	-3.1%	-1.6%	-4.7%	0.8%	2.8%
直营	10.4%	-4.7%	-1.1%	-6.3%	3.2%	-0.9%
店数	7.6%	0.0%	3.0%	-0.2%	3.0%	5.3%
单店收入	8.4%	-8.0%	-2.6%	-5.8%	1.3%	-4.9%
加盟	5.0%	1.6%	-0.4%	-2.4%	0.9%	1.9%
店数	2.5%	-5.3%	1.1%	-4.9%	1.1%	4.2%
单店收入	7.0%	3.1%	1.8%	2.6%	-0.2%	-2.2%
电商	16.6%	-3.2%	-5.5%	-6.0%	-5.1%	-0.6%
天猫	3.2%	-12.7%	-22.7%			
京东	9.2%	-2.0%	6.8%			
唯品会	13.4%	-8.2%	-1.2%			
团购	-9.2%	-22.1%	19.5%			
其他	31.2%	4.9%	5.2%			
毛利率	52.1%	53.1%	55.6%	54.2%	56.7%	55.0%
直营	65.3%	66.5%	70.1%	68.5%	71.4%	68.0%
加盟	50.0%	52.7%	56.2%	51.3%	59.4%	53.2%
电商	46.2%	46.3%	48.0%	44.5%	50.7%	46.5%
团购	42.4%	44.5%	43.8%			
其他	64.7%	57.2%	57.5%			
费用率			i i			
销售费用率	23.1%	25.6%	26.1%	27.0%	25.5%	28.8%
管理费用率	4.8%	4.0%	3.7%	4.5%	3.2%	4.1%
研发费用率	2.4%	3.6%	3.6%	3.2%	3.8%	3.6%
财务费用率	0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.8%
所得税率	20%	17%	17%	21%	15%	20%
归母净利润(百万元		533.82	572.10	219.31	352.79	218.01
YOY	5.7%	-2.2%	7.2%	3.8%	9.4%	-0.6%
归母净利率	17.2%	17.3%	18.9%	17.2%	20.1%	16.7%

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



# 投资建议: 看好公司经营韧性及出色盈利能力

2024 上半年消费环境持续疲软,公司第一、第二季度收入仍保持同比正向增长、 毛利率持续提升、净利率基本保持稳定且处于行业领先水平, 营运效率稳健。在 过去公司持续验证了无论市场环境好坏,公司基于谨慎踏实的经营管理风格,持 续保持较高的盈利水平和较长周期内稳定的复合增速, 我们看好市场环境较差环 境下公司的经营韧性和抗周期性,同时公司保持较高分红水平,拥有确定性较强 的股息收益率。

基于下半年消费复苏趋势仍然较弱,我们小幅下调盈利预测,预计 2024~2026 年净 利润分别为 5.7/6.1/6.6亿元(前值为 6.3/6.9/7.5亿元), 同比增长 0.0%/7.1%/6.9%。基于盈利预测下调及行业估值中枢下移,下调合理估值区间至 8.9~9.6元(前值为10.6~11.3元), 合理估值对应2024年13~14x PE, 维持"优 于大市"评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3, 080	3, 030	3, 087	3, 255	3, 423
(+/-%)	-3. 1%	-1.6%	1. 9%	5. 4%	5. 2%
净利润(百万元)	534	572	572	613	655
(+/-%)	-2. 2%	7. 2%	0.0%	7. 1%	6. 9%
每股收益 (元)	0. 65	0. 68	0. 68	0. 73	0. 78
EBIT Margin	18. 9%	21.0%	20.0%	21. 0%	21. 3%
净资产收益率(ROE)	14. 2%	14. 8%	14. 6%	15. 4%	16. 2%
市盈率(PE)	11. 7	11. 1	11.1	10. 3	9. 7
EV/EBITDA	11. 0	10. 5	10. 2	9. 4	8. 9
市净率(PB)	1. 66	1. 64	1. 62	1. 59	1. 56

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值 (人民币
代码	名称	评级	人民币	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023~2025	2024	亿元)
002327. SZ	富安娜	优于大市	7. 6	0. 68	0. 68	0. 73	11. 1	11. 1	10. 4	3. 6%	3. 08	63. 3
可比公司												
002293. SZ	罗莱生活	无评级	7. 1	0. 73	0. 72	0. 82	9. 7	9. 9	8. 7	5. 9%	1. 70	59. 2
603365. SH	水星家统	ī 无评级	12.7	1. 41	1. 62	1. 83	9. 1	7. 8	6. 9	14. 2%	0. 55	33. 6
资料来源	: wind, [	国信证券经	济研究所					注	E: 罗莱生	上活和水星家约	方为 wind ·	一致预期

注:罗莱生活和水星家纺为 wind 一致预期

# 风险提示

市场竞争加剧、存货大幅减值、渠道拓展不及预期。



# 财务预测与估值

应收款項 301 429 254 268 281 苦业成本 1444 1344 1344 1448 1546 1549年額 760 701 737 738 774 苦业税金及辨加 31 36 31 33 34 技術協政済产 305 545 555 585 616 销售费用 789 792 843 859 5 2 2 2 2023 2024 2025 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026	资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货净额       760       701       737       738       774       营业税益及附加       31       36       31       33       35       48       859       88         其他振荡动资产       305       545       555       585       616       销售费用       789       792       843       859       8         減力減产合計       2871       2980       3219       3356       3613       管理费用       114       113       118       123       1         周波流产及其他       99       96       93       90       87       财务费用       (8)       (10)       (12)       (13)       13       39       39         技術性療法性別數性序       485       663       664       748       665       460       72 </td <td>现金及现金等价物</td> <td>495</td> <td>390</td> <td>757</td> <td>849</td> <td>926</td> <td>营业收入</td> <td>3080</td> <td>3030</td> <td>3087</td> <td>3255</td> <td>3423</td>	现金及现金等价物	495	390	757	849	926	营业收入	3080	3030	3087	3255	3423
其他流动资产       305       545       555       585       616       销售费用       789       792       843       859       2 接动资产分计         流动资产分计       2871       2980       3219       3356       3513       管理费用       124       113       118       123       11         无形资产及其他       99       96       93       90       87       财务费用       (8)       (10)       (12)       (13)       (14       11         投资性房地产       485       663       663       663       663       663       663       663       2663       663       663       2664       2663       2664       2663       2664       2663       2664       2663       2664       2703       2703       2703       2703       2703       2703       2703       2703       2703       2703       2703       2703       270	应收款项	301	429	254	268	281	营业成本	1444	1344	1374	1448	1521
強弱強性の	存货净额	760	701	737	738	774	营业税金及附加	31	36	31	33	34
固度资产 1218 1205 1231 1242 1244 研发费用 110 108 109 114 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	其他流动资产	305	545	555	585	616	销售费用	789	792	843	859	895
天形溶产及其他 99 96 93 90 87 财务费用 (8) (10) (12) (13) (13) (14) 投资性房地产 485 663 663 663 663 投资性磁 84 35 37 39 投资性房地产 485 663 663 663 663 投资性磁 84 35 37 39 投资性限地产 4673 4945 5206 5351 5507 其他收入 (85) (103) (79) (103) (105 度产城值及交易性金融 92 100 102 102 102 营业利润 623 688 687 736 74 位付款项 323 393 386 406 426 营业外净收支 22 5 6 7 其他流动负债 372 444 612 635 664 利润总额 645 693 694 743 7 接触流动负债 372 444 612 635 664 利润总额 645 693 694 743 7 接收帐户债券 0 0 0 0 0 0 少数股余损益 0 0 0 0 0 0 担销债券及应付债券 0 0 0 0 0 0 少数股余损益 0 0 0 0 0 0 1 担销债券及应付债券 117 149 190 231 272 归属于母公司净利润 534 572 572 613 经税价债金计 117 149 190 231 272 归属于母公司净利润 534 572 572 613 经税债金计 904 1086 1289 1374 1464 净利润 534 572 572 613 经税债金计 904 1086 1289 1374 1464 净利润 534 572 572 613 经税价额股余权益 3769 3859 3916 3978 4043 折旧摊销 71 72 127 138 1 分债和股东权益总计 4673 4945 5206 5351 5507 公允价值变动损失 75 (2) 5 5 复数税价额 3695 4464 463 5507 公允价值变动损失 75 (2) 5 5 复数税价额 606 0.60 0.60 0.60 0.60 0.60 0.60 0.70 经营活动现金 76 (310) 327 40 经税价额 606 0.60 0.60 0.60 0.60 0.70 经营活动现金 76 (310) 327 40 母股收益 0.65 0.68 0.68 0.73 0.78 其它 (1) (4) 4 0 母股分资产 4.55 4.61 4.68 0.73 0.78 其它 (1) (4) 4 0 母股分资产 4.55 4.61 4.68 4.75 4.83 资本开文 95 (60) (151) (151) (151) (151) (151) 日间 118 118 118 118 118 118 118 118 118 11	流动资产合计	2871	2980	3219	3356	3513	管理费用	124	113	118	123	128
接続性	固定资产	1218	1205	1231	1242	1244	研发费用	110	108	109	114	118
长期殷权投资 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	无形资产及其他	99	96	93	90	87	财务费用	(8)	(10)	(12)	(13)	(14)
<ul> <li>长期股权投资</li> <li>0 0 0 0 0 0 可力</li> <li>成产給計</li> <li>4673</li> <li>4945</li> <li>5206</li> <li>5351</li> <li>5507</li> <li>其他收入</li> <li>(85)</li> <li>(103)</li> <li>(79)</li> <li>(103)</li> <li>(104)</li> <li>(103)</li> <li>(79)</li> <li>(103)</li> <li>(104)</li> <li>(103)</li> <li>(79)</li> <li>(103)</li> <li>(104)</li> <li>(105)</li> <li>(107)</li> <li>(103)</li> <li>(103)</li> <li>(79)</li> <li>(103)</li> <li>(104)</li> <li>(105)</li> <li>(107)</li> <li>(103)</li> <li>(103)</li> <li>(79)</li> <li>(103)</li> <li>(103)</li> <li>(103)</li> <li>(104)</li> <li>(105)</li> <li>(107)</li> <li>(103)</li> <li>(107)</li> <li>(103)</li> <li>(104)</li> <li>(107)</li> <li>(103)</li> <li>(107)</li> <li>(107)</li></ul>	投资性房地产	485	663	663	663	663		84	35	37	39	41
资产給计       4673       4945       5206       5351       5507       其他收入       (85)       (103)       (77)       (103)       (103)       (79)       (103)       (104)       (104) <td>长期股权投资</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td></td> <td>(75)</td> <td>2</td> <td>(5)</td> <td>(5)</td> <td>(5)</td>	长期股权投资	0	0	0	0	0		(75)	2	(5)	(5)	(5)
短期借款及交易性金融 负债 92 100 102 102 营业利润 623 688 687 736 7 应付款项 323 393 386 406 426 营业外净收支 22 5 6 6 7 其他流动负债 372 444 612 635 664 利润总额 645 693 694 743 7 流动负债合计 787 937 1100 1143 1192 所得税费用 112 121 121 130 1 长期借款及应付债券 0 0 0 0 0 0 少数股东损益 0 0 0 0 0 0 0 1 其他长期负债 117 149 190 231 272 归属于母公司争利润 534 572 572 613 6 长期负债合计 117 149 190 231 272 归属于母公司争利润 534 572 572 613 6 负债合计 904 1086 1289 1374 1464 净利润 534 572 572 613 6 股东权益 3769 3859 3916 3978 4043 折旧摊销 71 72 127 138 1 负债和股东权益总计 4673 4945 5206 5351 5507 公允价值变动损失 75 (2) 5 5 财务费用 (8) (10) (12) (13) (1 ************************************							•					(108)
应付款项       323       393       386       406       426       营业外净收支       22       5       6       7         其他流动负债       372       444       612       635       664       利润总额       645       693       694       743       7         旅动负债合计       787       937       1100       1143       1192       所得税费用       112       121       121       130       1         长期债款及应付债券       0       0       0       0       0       0       少数股东损益       0       0       0       0         其他长期负债       117       149       190       231       272       归属于母公司争利润       534       572       572       613       6         长期负债合计       117       149       190       231       272       现金流量表(百万元)       2022       2023       2024E       2025E       2026         负债合计       904       1086       1289       1374       1464       净利润       534       572       572       613       6         少数股东权益       0       0       0       0       0       万       万       万       7       72       127       138       1         负债和股东权益		40/0	4740	0200	0001	0007	XIE XX	(00)	(100)	(,,,	(100)	(100)
其他流动负债       372       444       612       635       664       利润总额       645       693       694       743       74         流动负债合计       787       937       1100       1143       1192       所得税费用       112       121       121       121       130       1         长期借款及应付债券       0 <td>负债</td> <td>92</td> <td>100</td> <td>102</td> <td>102</td> <td>102</td> <td>营业利润</td> <td>623</td> <td>688</td> <td>687</td> <td>736</td> <td>787</td>	负债	92	100	102	102	102	营业利润	623	688	687	736	787
<ul> <li>流动负債合计</li> <li>787</li> <li>937</li> <li>1100</li> <li>1143</li> <li>1192</li> <li>所得税费用</li> <li>112</li> <li>121</li> <li>121</li> <li>130</li> <li>1</li> <li>长期借款及应付债券</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>少数股东损益</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>少数股东损益</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>0</li> <li>少数股东损益</li> <li>0</li> <l< td=""><td>应付款项</td><td>323</td><td>393</td><td>386</td><td>406</td><td>426</td><td>营业外净收支</td><td>22</td><td>5</td><td>6</td><td>7</td><td>7</td></l<></ul>	应付款项	323	393	386	406	426	营业外净收支	22	5	6	7	7
长期借款及应付债券       0       0       0       0       0       少数股东损益       0	其他流动负债	372	444	612	635	664	利润总额	645	693	694	743	794
其他长期负债       117       149       190       231       272       归属于母公司争利润       534       572       572       613       仓         长期负债合计       117       149       190       231       272       现金流量表(百万元)       2022       2023       2024E       2025E       2025E         负债合计       904       1086       1289       1374       1464       净利润       534       572       572       613       仓         少数股东权益       0       0       0       0       0       资产减值准备       1       4       (4)       (0)       仓         股东权益       3769       3859       3916       3978       4043       折旧摊销       71       72       127       138       1         负债和股东权益总计       4673       4945       5206       5351       5507       公允价值变动损失       75       (2)       5       5         财务费用       (8)       (10)       (12)       (13)       (1         美練財务与估值指标       2022       2023       2024E       2025E       2026E       营运资本变动       70       (310)       327       40         要服收益       0.60       0.60       0.62       0.66       0.70       基营活动现金额本更为		787	937	1100	1143	1192	所得税费用	112	121	121	130	139
长期负债合计       117       149       190       231       272       现金流量表(百万元)       2022       2023       2024E       2025E       202         负债合计       904       1086       1289       1374       1464       净利润       534       572       572       613       6         少数股东权益       0       0       0       0       0       0       次产减值准备       1       4       (4)       (0)       位         股东权益       3769       3859       3916       3978       4043       折旧摊销       71       72       127       138       1         负债和股东权益总计       4673       4945       5206       5351       5507       公允价值变动损失       75       (2)       5       5         财务费用       (8)       (10)       (12)       (13)       (1       2       2       5       5       5         每股收益       0.65       0.68       0.68       0.73       0.78       其它       (1)       (4)       4       0         每股公利       0.60       0.60       0.62       0.66       0.70       经营活动现金流       749       332       1031       795       8         每股净资产       4.55       4.61	长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
	其他长期负债	117	149	190	231	272		534	572	572	613	655
少数股东权益 0 0 0 0 0 资产减值准备 1 4 (4) (0) 位股东权益 3769 3859 3916 3978 4043 折旧摊销 71 72 127 138 1 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5	长期负债合计	117	149	190	231	272	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益 3769 3859 3916 3978 4043 折旧摊销 71 72 127 138 1	负债合计	904	1086	1289	1374	1464	净利润	534	572	572	613	655
负债和股东权益总计     4673     4945     5206     5351     5507     公允价值变动损失 财务费用     75     (2)     5     5       类键财务与估值指标     2022     2023     2024E     2025E     2026E     营运资本变动     70     (310)     327     40       每股收益     0.65     0.68     0.68     0.73     0.78     其它     (1)     (4)     4     0       每股红利     0.60     0.60     0.62     0.66     0.70     经营活动现金流     749     332     1031     795     8       每股净资产     4.55     4.61     4.68     4.75     4.83     资本开支     95     (60)     (151)     (151)     (15       ROIC     20%     21%     20%     23%     25%     其它投资现金流     (147)     95     0     0       ROE     14%     15%     15%     15%     16%     投资活动现金流     (52)     35     (151)     (151)     (15       毛利率     53%     56%     55%     56%     56%     权益性融资     0     0     0     0       EBIT Margin     19%     21%     20%     21%     21%     20%     21%     21%     20%     21%     21%     20%     21%     21%     21%     21%     21% </td <td>少数股东权益</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>资产减值准备</td> <td>1</td> <td>4</td> <td>(4)</td> <td>(0)</td> <td>(0)</td>	少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	4	(4)	(0)	(0)
财务费用     (8) (10) (12) (13) (1       关键财务与估值指标     2022     2023     2024E     2025E     2026E     营运资本变动     70 (310) 327     40       每股收益     0.65     0.68     0.68     0.73     0.78     其它     (1) (4) 4     4     0       每股红利     0.60     0.60     0.62     0.66     0.70     经营活动现金流     749     332     1031     795     8       每股净资产     4.55     4.61     4.68     4.75     4.83     资本开支     95     (60) (151) (151) (151)     (15       ROIC     20%     21%     20%     23%     25%     其它投资现金流     (147)     95     0     0       ROE     14%     15%     15%     15%     16%     投资活动现金流     (52)     35     (151)     (151)     (15       毛利率     53%     56%     55%     56%     56%     权益性融资     0     42     0     0       EBIT Margin     19%     21%     20%     21%     21%     负债净变化     0     0     0     0	股东权益	3769	3859	3916	3978	4043	折旧摊销	71	72	127	138	147
关键财务与估值指标       2022       2023       2024E       2025E       2026E       营运资本变动       70 (310)       327 40         每股收益       0.65       0.68       0.68       0.73       0.78       其它       (1) (4) 4       4       0         每股红利       0.60       0.60       0.62       0.66       0.70       经营活动现金流       749       332       1031       795       8         每股净资产       4.55       4.61       4.68       4.75       4.83       资本开支       95 (60) (151) (151) (151)       (151)	负债和股东权益总计	4673	4945	5206	5351	5507	公允价值变动损失	75	(2)	5	5	5
毎股收益 0.65 0.68 0.68 0.73 0.78 其它 (1) (4) 4 0 年股红利 0.60 0.60 0.62 0.66 0.70 <b>经营活动现金流</b> 749 332 1031 795 8 年股净资产 4.55 4.61 4.68 4.75 4.83 资本开支 95 (60) (151)							财务费用	(8)	(10)	(12)	(13)	(14)
毎股红利 0.60 0.60 0.62 0.66 0.70 <b>经营活动现金流</b> 749 332 1031 795 8 6 6 6 6 6 6 7 7 6 7 7 7 8 7 8 7 8 8 8 6 7 8 7 8	关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	70	(310)	327	40	10
毎股争资产 4. 55 4. 61 4. 68 4. 75 4. 83 资本开支 95 (60) (151) (151) (151) (151) ROIC 20% 21% 20% 23% 25% 其它投资现金流 (147) 95 0 0 ROE 14% 15% 15% 15% 16% 投资活动现金流 (52) 35 (151) (151) (151) 毛利率 53% 56% 55% 56% 校益性融资 0 42 0 0 EBIT Margin 19% 21% 20% 21% 21% 负债净变化 0 0 0 0 0	每股收益	0. 65	0. 68	0. 68	0. 73	0. 78	其它	(1)	(4)	4	0	0
ROIC       20%       21%       20%       23%       25%       其它投资现金流       (147)       95       0       0         ROE       14%       15%       15%       16%       投资活动现金流       (52)       35       (151)       (151)       (15         毛利率       53%       56%       55%       56%       权益性融资       0       42       0       0         EBIT Margin       19%       21%       20%       21%       21%       负债净变化       0       0       0       0	每股红利	0. 60	0. 60	0. 62	0. 66	0. 70	经营活动现金流	749	332	1031	795	817
ROE     14%     15%     15%     15%     16%     投資活动现金流     (52)     35     (151)     (151)     (15       毛利率     53%     56%     55%     56%     权益性融资     0     42     0     0       EBIT Margin     19%     21%     20%     21%     21%     负债净变化     0     0     0     0	每股净资产	4. 55	4. 61	4. 68	4. 75	4. 83	资本开支	95	(60)	(151)	(151)	(151)
毛利率     53%     56%     55%     56%     权益性融资     0     42     0     0       EBIT Margin     19%     21%     20%     21%     21%     负债净变化     0     0     0     0	ROIC	20%	21%	20%	23%	25%	其它投资现金流	(147)	95	0	0	0
EBIT Margin 19% 21% 20% 21% 21% 负债净变化 0 0 0 0	ROE	14%	15%	15%	15%	16%	投资活动现金流	(52)	35	(151)	(151)	(151)
CAN DOWN OUR OFFI OWN THE PROPERTY THE	毛利率	53%	56%	55%	56%	56%	权益性融资	0	42	0	0	0
EPITDA Margin 21% 23% 24% 25% 26% 支付股利、利息 (400) (400) (545) (550) (50	EBIT Margin	19%	21%	20%	21%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
FDITON Maigin (440) (444) (312) (322) (32	EBITDA Margin	21%	23%	24%	25%	26%	支付股利、利息	(498)	(499)	(515)	(552)	(590)
收入增长 -3% -2% 2% 5% 其它融资现金流 370 483 2 0	收入增长	-3%	-2%	2%	5%	5%	其它融资现金流	370	483	2	0	0
净利润增长率 -2% 7% 0% 7% <b>融资活动现金流 (625) (473) (513) (552) (59</b>	净利润增长率	-2%	7%	0%	7%	7%	融资活动现金流	(625)	(473)	(513)	(552)	(590)
资产负债率 19% 22% 25% 26% 27% <b>现金净变动 72 (105) 367 93</b>	资产负债率	19%	22%	25%	26%	27%	现金净变动	72	(105)	367	93	77
息率 7.9% 7.9% 8.1% 8.7% 9.3% 货币资金的期初余额 422 495 390 757 8	息率	7. 9%	7. 9%	8. 1%	8. 7%	9. 3%	货币资金的期初余额	422	495	390	757	849
P/E 11.7 11.1 11.1 10.3 9.7 货币资金的期末余额 495 390 757 849 9	P/E	11. 7	11.1	11.1	10. 3	9. 7	货币资金的期末余额	495	390	757	849	926
P/B 1.7 1.6 1.6 1.6 1.6 企业自由现金流 717 228 812 590 6	P/B	1. 7	1.6	1.6	1.6	1.6	企业自由现金流	717	228	812	590	609
EV/EBITDA 11.0 10.5 10.2 9.4 8.9 权益自由现金流 1087 711 813 590 6	EV/EBITDA	11. 0	10.5	10. 2	9. 4	8. 9	权益自由现金流	1087	711	813	590	609

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



# 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道;分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求独立、客观、公正,结论不受任何第三方的授意或影响;作者在过去、现在或未来未就其研究报告 所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬,特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级(如有)分为股票评		优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报  告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即报	股票	中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)	投资评级	弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数(000300.SH)作为基		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
准; 新三板市场以三板成指(899001. CSI)为基准;	/= II	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
香港市场以恒生指数(HSI. HI)作为基准;美国市场以标普 500 指数(SPX. GI)或纳斯达克指数	一 行业 投资评级	中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
(IXIC. GI)为基准。		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司(已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)制作;报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称"我公司")所有。本报告仅供我公司客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断,在不同时期,我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态;我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料,投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险,我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

#### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询,是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动:接受投资人或者客户委托,提供证券投资咨询服务;举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等;在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告,以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务;通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统,提供证券投资咨询服务;中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向客户发布的行为。



# 国信证券经济研究所

## 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编: 518046 总机: 0755-82130833

# 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编: 200135

## 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032